



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Elisa Villalobos
Tel. (56-2) 2433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Empresas La Polar S.A.

Mayo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Segunda Clase
Bonos	C
Efectos de comercio	Nivel 4/C
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2014 ¹

Emisiones de deuda vigentes

Instrumento	Inscripción en SVS
Bonos Serie F	N° 754 de 07.06.13
Bonos Serie G	N° 755 de 07.06.13
Línea de efectos de comercio	N° 63 de 14.05.09

Estado de resultados IFRS

En miles de \$	Ago-Dic 2011	2012	2013	Enero-Marzo 2013	Enero-Marzo 2014
Ingresos de actividades ordinarias	165.993.824	351.929.751	398.111.758	83.408.869	91.974.560
Costo de ventas	-132.402.692	-264.973.719	-258.919.527	-57.418.035	-60.861.393
Ganancia bruta	33.591.132	86.956.032	139.192.231	25.990.834	31.113.167
Costo distribución y gasto administración	-52.849.751	-131.512.001	-139.162.267	-31.138.602	-34.762.419
Resultado operacional	-19.258.619	-44.555.969	29.964	-5.147.768	-3.649.252
Costos financieros	-9.020.765	-16.077.245	-28.565.171	-7.293.113	-6.625.711
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-10.199.789	187.528.455	-59.727.597	-11.622.289	-9.606.549

¹El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2013. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2014 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance general IFRS				
En miles de \$	2011	2012	2013	mar-14
Total activos corrientes	208.760.085	326.557.994	242.342.031	240.140.504
Total activos no corrientes	126.050.432	113.019.239	132.518.156	127.648.625
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	20.146.373	15.157.740
Total activos	334.810.517	439.577.233	395.006.560	382.946.869
Total pasivos corrientes	548.223.404	126.521.011	119.146.862	117.842.488
Total pasivos no corrientes	14.594.689	221.942.340	225.260.764	229.046.264
Pasivos asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	20.631.443	15.165.307
Total patrimonio	-228.007.576	91.113.882	29.967.491	20.892.810
Total pasivos y patrimonio	334.810.517	439.577.233	395.006.560	382.946.869
Deuda financiera	475.609.721	193.460.255	206.983.657	204.390.761

Opinión

Fundamento de la clasificación

Empresas La Polar S.A. (La Polar), es una empresa orientada a las ventas al detalle (*retail*), mediante el formato de tiendas por departamentos, y que en forma complementaria participa en el negocio financiero mediante el otorgamiento de crédito a los usuarios de su tarjeta comercial (tarjeta La Polar). Tras el anuncio de cierre de sus operaciones en Colombia, sus ingresos se originan sólo en Chile.

Cabe señalar que durante 2012 la compañía realizó una reprogramación de sus pasivos, lo cual significó dejar de pagar sus compromisos en las condiciones originalmente estipuladas con los tenedores de bonos y, por otra parte, incrementó su base de capital en una recaudación total ascendente a \$132.746 millones. Adicionalmente, para revertir los resultados negativos, la administración tomó la decisión de salir del mercado colombiano. Lo anterior se debe a que la operación, al estar en una etapa inicial, necesita de fuertes inyecciones de liquidez, que por la situación que atraviesa la compañía no son posible de llevar a cabo en el mediano plazo. Así, en los resultados de 2013 se castigó el 100% de la inversión en Colombia y las pérdidas del ejercicio de 2013, cifra que se elevó por sobre los \$44.000 millones.

La clasificación en "Categoría C" de los bonos se fundamenta en el hecho que los estados financieros de la sociedad emisora muestran que ésta aún sigue sin generar flujos positivos compatibles con el nivel del servicio de la deuda. En efecto, a pesar que **La Polar** registra un nivel de ventas compatible con su *stock* de inventarios y una adecuada recaudación de sus

créditos en relación con sus colocaciones netas (tasa de pago superior al 17% en 2013) la compañía, a diciembre de 2013, finalizó el año con un flujo de la operación negativo igual a \$67.808 millones. Cabe señalar que, desde el segundo trimestre de 2013, la empresa ha podido lograr un EBITDA² positivo, así este indicador finalizó 2013 en \$6.412 millones (según la metodología seguida por la empresa³ asciende a \$8.869 millones), lo que contrasta con el EBITDA negativo, por \$38.501 millones (según la metodología de la emisora este valor es de -\$40.318 millones), con que finalizó 2012. Este resultado se debe, fundamentalmente, al EBITDA generado en el negocio financiero.

Para generar los excedentes necesarios que le permitan a la compañía responder a las obligaciones financieras contraídas, el emisor requiere incrementar significativamente su escala de negocios por cuanto con los márgenes con que opera, a la fecha, apenas es capaz de cubrir los costos de distribución y gastos de administración con la ganancia bruta (la suma de los costos de distribución y gastos de administración totalizaron los \$139.162 millones, mientras que la ganancia bruta, en 2013, fue de \$139.192 millones). En su defecto, se requeriría un importante incremento en los niveles de eficiencia.

Lo anterior refleja que el desafío de la compañía no es menor por cuanto requiere un aumento relevante en sus ventas por metro cuadrados, estimándose que éstas deberían incrementarse en forma importante para acercarse a los estándares de los líderes de la industria, sumado a una mejora en la gestión de costos y gastos, de modo que sus márgenes se acerquen a los del sector donde está inmersa. Se reconoce, además, que el negocio crediticio es altamente intensivo en capital de trabajo y el emisor presenta bajas alternativas de acceso a las fuentes de financiamiento. En definitiva, más allá de la adecuada gestión llevada a cabo por la administración actual, **La Polar** presenta claras características y, por ende riesgos, propios de un proyecto aún no consolidado. No obstante que la firma presenta una adecuada estructura de balance en la actualidad, todavía persisten desafíos propios de una firma no consolidada, toda vez que debe incrementar su escala de operaciones y generar flujos positivos elevados, lo cual aún es incierto y no puede inferirse a partir de la historia de la compañía, dado que no es representativa de la situación actual de la emisora.

Sin perjuicio de lo expuesto, cabe señalar que las características de cada una de las series emitidas inciden fuertemente en la pérdida esperada de las mismas. En efecto, la serie F, en relación con la serie G, se ve beneficiada por dos situaciones:

² EBITDA: Definido como resultado de operación más depreciación y amortización.

³ Según la metodología de la empresa el EBITDA es definido como: Ganancia antes de impuestos, menos otras ganancias (pérdidas), menos ingresos financieros, menos diferencias de cambio, menos resultados por unidades de reajuste, más gastos por intereses, más depreciación y amortización.

- i) Dado el calendario de pago de ambas series, en la práctica la serie F presenta preferencia operativa, no legal, por cuanto el servicio de la deuda es entre julio de 2013 y julio de 2022, en cambio la serie G es un bono cero cupón cuyo vencimiento es en julio de 2032. En este caso, todos los excedentes que genere el emisor los primeros nueve años permitirán disminuir la exposición de los tenedores de la serie F sin que por ello se produzca una reducción de la deuda de la serie G.
- ii) El bono serie F tiene como garantía parte de la prenda y prohibición de gravar y enajenar del ciento por ciento de las acciones de la filial en Colombia; la que con el cierre de sus tiendas, según datos de la empresa, queda nula puesto que no se obtendrán ingresos por no venderlas. Por el contrario, la serie G dispone como garantía la prenda y prohibición de gravar y enajenar del ciento por ciento de los créditos que componen la cartera repactada de La Polar, cuyo valor contable neto se estima en cero peso.

Al 31 de diciembre de 2013, los ingresos de **La Polar** ascendieron a \$398.112 millones, lo que significa un aumento de 13,12% respecto del periodo anterior, generando una ganancia bruta de \$139.192 millones, lo que implicó un margen sobre ingresos de 35,0% por las mayores colocaciones realizadas (superior al de 2012, que fue de 25%). En el mismo período sus gastos de distribución y administración alcanzaron los \$139.162 millones, arrojando finalmente una pérdida de \$59.728 millones, impactada por el cierre de las operaciones en Colombia. Aislado este efecto, las pérdidas fueron de \$15.399 millones.

La Polar es una sociedad anónima abierta cuyo objeto es la venta por departamentos. En la actualidad la empresa dispone en Chile de 40 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 15 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 161.300 metros cuadrados de superficie para la venta. En Colombia, la empresa tiene como plazo finalizar todas las operaciones en ese país en junio del presente año. Contaba con cinco tiendas y una superficie de ventas por aproximadamente 25.600 metros cuadrados, en proceso de cierre aún quedan dos locales (Los Molinos en Medellín y Floresta en Bogotá).

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Localización geográfica de los locales.
- Marca reconocida.

Fortalezas complementarias

- Nueva administración.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de proveedores.

Riesgos considerados

- Flujos de la operación negativos.
- Mercado con crecientes grados de competencia, debido al fortalecimiento de agentes orientados a segmentos similares (Hites, Johnson's).
- Necesidad de incrementar sustantivamente la rentabilidad del negocio.

Hechos recientes

Estados financieros a diciembre de 2013

La empresa obtuvo ingresos por \$398.112 millones, lo que significó un incremento en 13,12% respecto de 2012. El negocio de retail –que representa un 83% del total de las ventas de la compañía– totalizó ingresos por \$330.149 millones, un 10,97% superiores a las del periodo anterior en este segmento. Así, este nivel de ingresos en el retail significó ventas mensuales por 7,5 UF/m². Con esto, el margen bruto de este segmento fue de 27%.

Los ingresos del segmento financiero totalizaron \$67.963 millones, lo que representó un aumento de 24,91% respecto a 2012 por un mayor aumento de en las colocaciones que realizó la empresa. El margen bruto, como porcentaje de los ingresos, en este segmento fue de 73,7%.

De esta forma, la empresa finalizó con un EBITDA positivo, a diferencia de los dos periodos anteriores, igual a \$6.412 millones (según la metodología de la compañía asciende a \$8.869 millones). Fundamentalmente, la generación de este indicador provino de la mayor actividad en el segmento financiero, el que generó el 93% del EBITDA de 2013. En términos consolidados el margen EBITDA de 2013 fue de 1,6% (según la metodología de la empresa este indicador es de 2,2%), frente al -10,9% de 2012 (bajo la metodología de la empresa este indicador es de -

11,5%). Según datos de la empresa, en el segmento retail el margen EBITDA fue de 0,2%, mientras que en segmento financiero fue de 12,2%.

La compañía finalizó 2013 con pérdidas por \$59.728 millones, de este monto, equivalente a \$44.329 millones, corresponde la pérdida efectuada por el término de las operaciones en Colombia, esta cifra contempla el castigo en un 100% de las inversiones en el país y a las pérdidas del ejercicio de 2013. Excluyendo este efecto, las pérdidas de la compañía totalizaron \$15.399 millones.

La deuda financiera de la empresa alcanzó los \$206.984 millones, un 6,99% superior a la de 2012.

Estados financieros a marzo de 2014

Al primer trimestre de 2014, la compañía generó ingresos por \$91.975 millones, lo que representó un alza de 10,3% respecto del mismo periodo de 2013. Principalmente, esta alza es atribuible al segmento financiero, cuyos ingresos crecieron un 36,3% respecto a marzo de 2013, alcanzando los \$20.087 millones.

El negocio retail –que representó el 78,2% del total de los ingresos de la compañía– totalizó ingresos por \$71.888 millones lo que significó un incremento de 4,7% respecto del primer trimestre de 2013. De esta forma, las ventas de la compañía por metro cuadrado alcanzaron las 6,4 UF en el trimestre, un 3,2% superior a lo exhibido por **La Polar** en el primer trimestre de 2013.

Los costos de venta crecieron un 6% a \$60.861 millones. De esta forma, y sumado a lo anterior, el margen bruto de la compañía creció un 19,71% a \$31.113 millones. Por otra parte, los gastos de administración y ventas crecieron un 11,64%, finalizando en \$34.762 millones, de esta forma el resultado operacional de la compañía arrojó pérdidas por \$3.649 millones. Cabe señalar que este resultado muestra un mejor desempeño que lo obtenido en el primer trimestre de 2013, cuando en esta línea la empresa obtuvo pérdidas por \$5.148 millones.

El EBITDA de la compañía totalizó los -\$1.914 millones (según la metodología de la empresa asciende -\$1.767 millones), una mejora frente a lo generado al primer trimestre de 2013 igual a -\$3.593 millones (bajo la metodología de la empresa asciende a -\$2.787 millones). Este progreso se debe al aumento de los ingresos del negocio financiero.

La empresa finalizó el periodo con pérdidas por \$9.607 millones, menores a las de generadas en el primer trimestre de 2013 iguales a -\$11.622 millones.

La deuda financiera finalizó los primeros tres meses de 2014 en \$204.391 millones, un 1,25% inferior al cierre de 2013.

Eventos recientes

A fines de 2013 y como parte del proceso de reestructuración corporativa de la empresa, se acordó la constitución de dos nuevas filiales, de modo que su función sea ordenar de forma más eficiente el negocio financiero de la empresa. La primera de ellas, tendrá la finalidad de radicar en forma progresiva la actual sociedad emisora de tarjetas de créditos, Inversiones LP S.A. y todas aquellas otras sociedades destinadas a la operación y desarrollo del negocio financiero. La segunda de ellas, cuyo nombre es Operadora Nueva Polar tendrá por objeto prestar servicios relacionados con la operación de tarjetas de crédito cuyo estatus y capital se sujetarán a las disposiciones del Banco Central, SBIF y otras normativas vigentes.

El 27 de febrero de 2014, el directorio de la empresa tomó la decisión de salir del mercado colombiano, de modo de finalizar antes en junio de 2014 las operaciones en dicho país. Como la inversión en Colombia fue considerada, durante el último trimestre de 2013, como un activo disponible para la venta se resolvió castigar al 100% el valor de la inversión en el país, lo que implicó un cargo por \$44.329 millones contra los resultados de 2013.

A inicios de abril de 2014, la compañía acordó que era conveniente iniciar un proceso de renegociación, tanto en los términos como en las condiciones de la deuda de la empresa, conforme fue establecida en el Convenio Judicial Preventivo suscrito en 2011.

A través de un hecho esencial enviado a la SVS el 2 de junio de 2014, se informó que el directorio de la compañía tomó la decisión de designar un nuevo gerente general.

Definición categorías de riesgo

Categoría C (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e interés en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Categoría Nivel 4 (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2, N-3.

Categoría Segunda Clase (títulos accionarios)

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Antecedentes generales

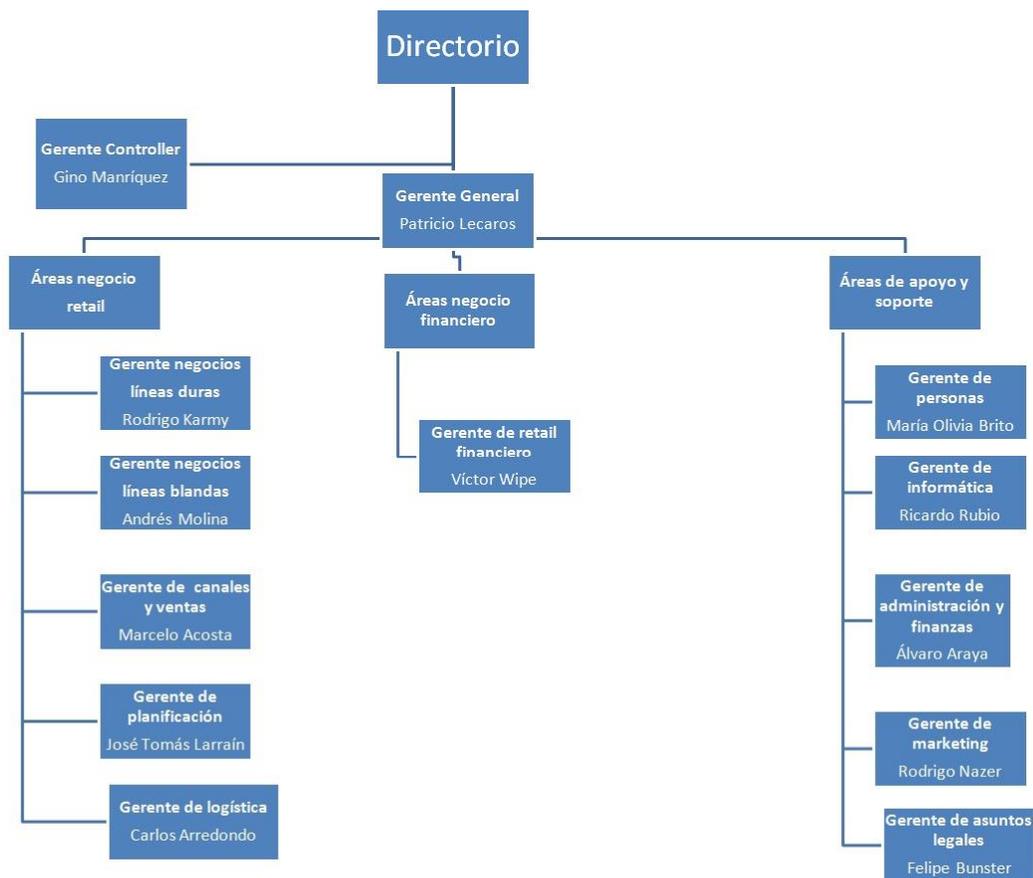
Descripción del negocio

La Polar es una empresa del sector *retail* que, paralelamente, participa en el negocio financiero mediante la administración de la tarjeta comercial del mismo nombre, a través de su filial Inversiones SCG S.A. Como es de público conocimiento, las operaciones normales del emisor se vieron interrumpidas durante el año 2011 cuando la sociedad fue acusada de realizar repactaciones automáticas y unilaterales a los créditos otorgados a sus clientes que se encontraban en estado de mora, contabilizando dichas acreencias en forma análoga a cuentas por cobrar con sus pagos al día.

El sinceramiento de la valorización real de la cuentas por cobrar reveló la incapacidad de la empresa para responder a sus obligaciones financieras (que en su mayoría correspondían a préstamos para financiar dichas cuentas por cobrar). Los hechos llevaron a cambios drásticos en la administración de **La Polar**, que incluyó al directorio y a sus principales ejecutivos; además, obligó a acogerse a un convenio judicial preventivo con sus acreedores.

La actual administración, cuyo objetivo primordial es dar viabilidad de largo plazo a la empresa, ha definido como foco estratégico volver a su negocio central, el *retail*, y utilizar los productos financieros como un mecanismo de apoyo a la venta de productos de las tiendas. En promedio el 50% de las ventas se realizan con tarjeta.

La siguiente es la estructura organizacional de la compañía a diciembre de 2013:



La estructura de propiedad de la compañía se encuentra bastante desconcentrada. Conforme a lo señalado en el Título XV de la Ley N° 18.045, la sociedad no tiene controlador, como tampoco accionistas mayoritarios.

A continuación se presenta la estructura accionaria de la empresa, a marzo de 2014:

Accionista	% de propiedad
Banchile C. De B. S. A.	10,36%
Euroamerica C. De B. S.A.	9,74%
Larrain Vial S.A. Corredora De Bolsa	7,75%
BTG Pactual Chile S.A. C. De B.	7,10%
Moneda S.A. AFI Para Pionero Fondo de Inversión	6,10%
Banco Itaú Por Cuenta de Inversionistas	6,07%
Compañía de Seguros Corpvida S.A.	5,00%
Compañía de Seguros Corpseguros S.A.	4,99%
Banco De Chile Por Cuenta De Terceros No Residentes	4,49%
Santander S.A. C. De B.	3,54%
Soc. De Rentas Massu y Cia. Ltda.	3,00%
AFP Habitat S.A. Para Fondo Pensión C	2,98%
Otros	28,88%

En la actualidad la empresa dispone en Chile de 40 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 15 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 161.300 metros cuadrados de superficie para la venta.

Durante 2013, el negocio de venta al detalle representó casi el 83% de los ingresos del emisor y un 64% de su margen operacional. El mercado objetivo de la empresa es fundamentalmente los segmentos C3 y D de la población; no obstante, tener también presencia en los sectores C1 y C2.

En cuanto a la tarjeta La Polar, ésta puede ser usada para financiar las compras en las tiendas de la empresa, realizar avances en efectivo y/o comprar en comercios asociados; sin embargo, la política de la actual administración es priorizar el apoyo a las ventas internas; a través de ellas se realizan cerca del 50% de las ventas. Actualmente, tienen 1.246.938 tarjetas emitidas, de las cuales el 41,7% mantiene saldo vigente. En 2013, el negocio financiero representó el 17% y el 36% de los ingresos y del margen operacional, respectivamente.

Crisis de La Polar

En el mes de junio de 2011, a través de un hecho esencial informado por la empresa, se tomó público conocimiento de la necesidad de incrementar en forma muy significativa las provisiones de la compañía. De acuerdo con el mismo comunicado, dicha situación derivaba de prácticas en la gestión de la cartera de créditos que se habían efectuado de una forma no autorizada por el directorio y en disconformidad con los criterios y parámetros establecidos por la compañía.

Los antecedentes que se fueron revelando permitieron precisar que las malas prácticas aludidas correspondían a la repactación de créditos impagos, en forma automática y unilateral, sin consentimiento de los clientes, los cuales, una vez repactados, eran contabilizados como préstamo al día en su estado de pago. En definitiva, este procedimiento permitió abultar la cartera de colocaciones en casi US\$1.000 millones.

El reconocimiento de la imposibilidad de recuperación de un porcentaje relevante de esta cartera significó realizar provisiones que afectaron el saldo de cuentas por cobrar, lo cual disminuyó la cartera de la compañía en más de US\$1.000 millones.

Paralelamente, debido a que la repactación unilateral contravendría la Ley de Protección al Consumidor, la compañía enfrenta acciones de clase interpuestas por el Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC) y por la I. Municipalidad de Maipú. No obstante, al cierre de este informe, existiría un avenimiento con SERNAC, que significaría un efecto en los estados financieros de aproximadamente \$ 17.000 millones.

Convenio judicial y otros acuerdos

El nuevo directorio presentó un Convenio Judicial Preventivo a la Junta de Acreedores, el que fue aceptado el 7 de noviembre de 2011. Este acuerdo tenía como objeto disponer de la flexibilidad requerida para estabilizar la empresa en los próximos años.

El acuerdo establece que la deuda financiera, ascendiente en ese entonces a \$ 422 mil millones, deuda que debía capitalizarse al momento del cumplimiento del aumento de capital. Esto sucedió en octubre de 2012, así la deuda alcanzó un nuevo valor de \$445 mil millones (el 44% como deuda *senior* y el 56% como deuda *junior*).

La deuda *senior* se paga en 16 cuotas semestrales crecientes, comenzando en 2015 (cuando se pagará semestralmente el 0,5% del capital adeudado) y finalizando el año 2022 (en que se pagará semestralmente el 25% del capital adeudado). La deuda *junior* se paga sin intereses, en una sola cuota en 2032.

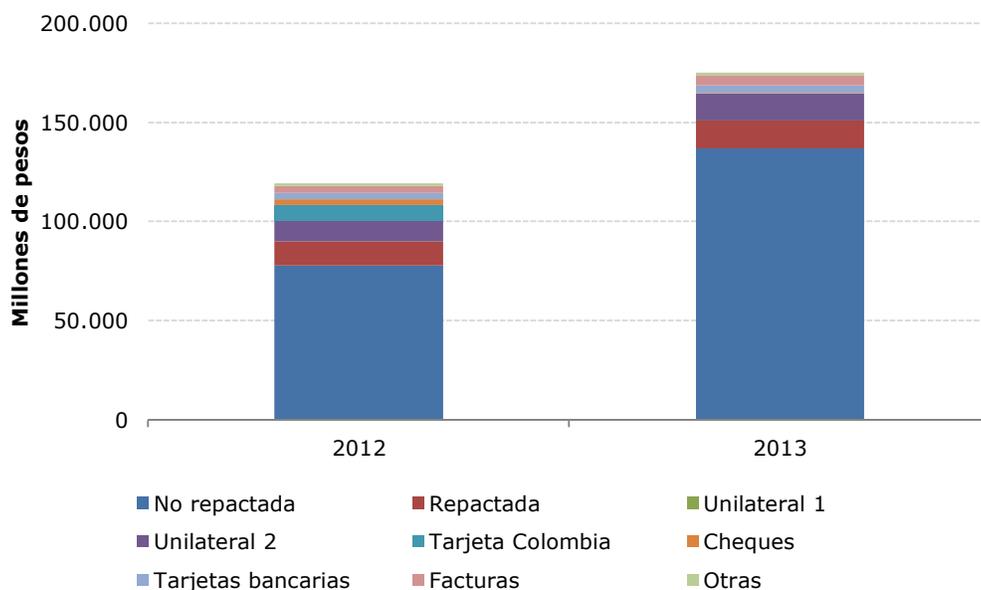
Además, se procedió a reestructurar los pasivos financieros, obteniéndose un nuevo valor de deuda a valor justo por \$174 mil millones.

Desarrollo actual de La Polar

Comportamiento cartera crediticia

A diciembre de 2013 la cartera neta de deudores por tarjeta de crédito de la compañía alcanzaba los US\$333,9 millones⁴, un 46,6% superior a la de 2012. La cartera neta de 2013, se desglosaba en un 78% en clientes normales sin repactación, 8,1% con algún tipo de repactación no unilateral y 7,7% cartera con repactación unilateral. Por otra parte, la cartera neta propia alcanzaba los US\$314 millones a diciembre de 2013, un 63,47% superior a 2012. De ella, excluyendo a la cartera repactada unilateralmente, el 85,7% se encuentra al día, mientras el 9,6% de la cartera tiene una mora de 1 a 30 días.

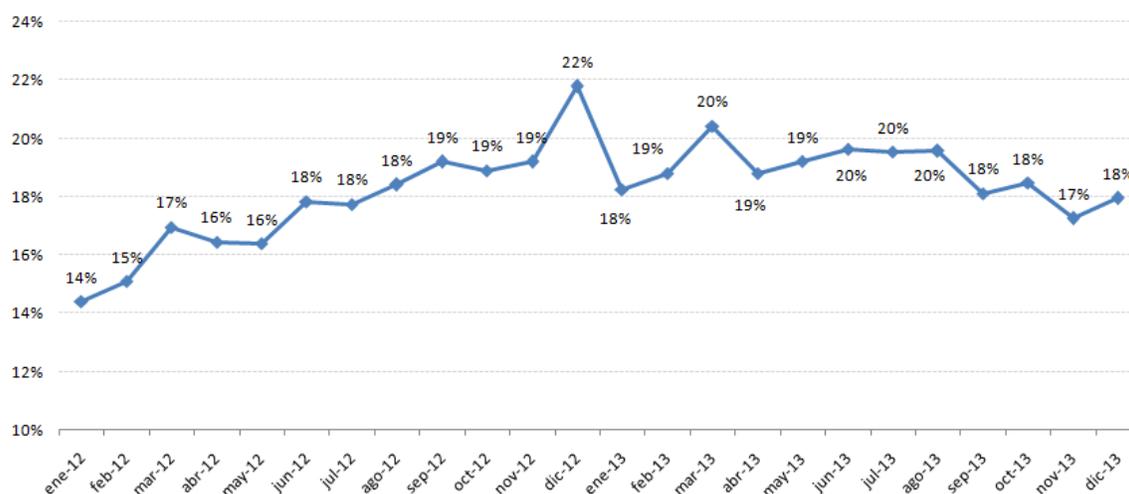
Estructura de la cartera neta total
Millones de pesos



Por su parte, la tasa de pago, que a agosto 2011 alcanzaba a 13%, se ha incrementado, situándose en niveles iguales a 22% en diciembre de 2012, manteniéndose durante 2013 en valores superiores al 17%.

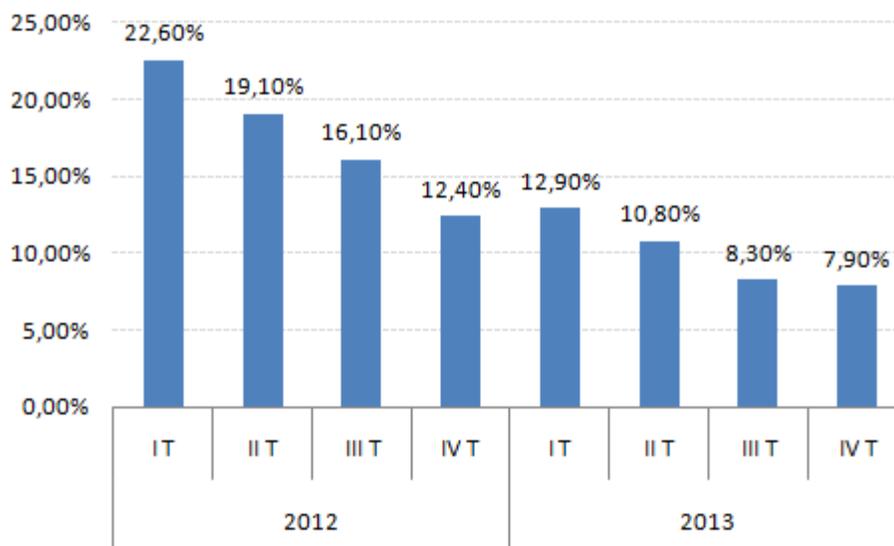
⁴ Tipo de cambio utilizado: \$524,61/US\$.

Evolución de la tasa mensual de pago (Enero 2012-diciembre 2013)



Por su parte, la tasa de provisiones se ha reducido desde 26,2% durante 2011 a 12,4% en el último trimestre de 2012 y a 7,9% en el cuarto trimestre de 2013.

Evolución de la tasa provisiones (IT 2012- IVT 2013)



Morosidad cartera propia neta
(Excluye cartera repactada unilateralmente)

Tramo	dic-11	dic-12	dic-13
Al día	85,93%	86,89%	85,73%
Mora blanda (1 a 60 días)	12,48%	11,68%	11,79%
Moroso (61 a 90 días)	0,83%	0,85%	1,11%
Vencido (91 a 180 días)	0,76%	0,58%	1,36%

Originación, cobranza y control interno

Originación

A partir de julio de 2011 la compañía informó que, mientras estuviera pendiente el proceso de análisis del plan de capitalización mínimo exigido para la filial Inversiones SCG S.A., en su calidad de emisor de tarjetas de crédito La Polar, dicha filial suspendería en forma unilateral la suscripción de contratos de crédito con nuevos tarjeta-habientes.

Con fechas 5 de diciembre de 2011 se informó a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) la reanudación del proceso de emisión de nuevas tarjetas, cuyas características son las siguientes:

- a) Sólo pueden ser usadas para la adquisición de bienes y servicios provistos por **Empresas La Polar**; por lo tanto, no está permitida la adquisición de bienes y servicios en comercios asociados ni la obtención de avances en efectivo.
- b) Cupos limitados y otorgados segmentadamente de acuerdo al perfil de cada cliente, con un máximo de 1,5 veces la renta mensual debidamente acreditada, cupo que podrá ser aumentado en conformidad con el cliente y no antes de seis meses, considerando el comportamiento de pago, según la política de riesgo.
- c) En caso de concederse créditos para el pago de las compras, sólo podrán cursarse con pago en cuotas mensuales, iguales y sucesivas, sin períodos de gracia y por un plazo máximo de hasta 24 meses.
- d) En los contratos de las nuevas tarjetas a emitir, se deja constancia que se trata de la nueva tarjeta La Polar.

No obstante, con fecha 17 de diciembre de 2012, la SBIF comunicó que, habiendo sido superadas las causales que justificaban las limitaciones impuestas a SCG para la afiliación de nuevos comercios asociados y emisión de nuevas tarjetas, dichas limitaciones quedaban sin

efecto. De este modo, como se dijo, a diciembre de 2013 la compañía registra alrededor de 1.246.936 tarjetas emitidas, de las cuales casi el 41,6% mantiene saldo vigente.

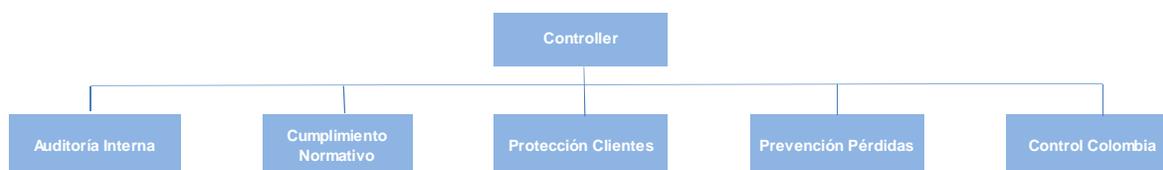
Cobranza

Respecto de la cobranza, se ha implementado un nuevo diseño de procesos, que contempla información en línea y una externalización de los procesos de cobro. Este proceso es monitoreado permanentemente mediante un equipo de auditores de empresas externas, que revisa que se respeten los protocolos y se cumpla con las costumbres comerciales comúnmente aceptadas y con la legalidad vigente.

También se implementaron nuevos programas informáticos que, además de utilizar georreferenciación, permiten monitorear cada 30 minutos el estado de las diversas empresas de cobranza.

Contraloría interna

Existe un controller, que reporta directamente al directorio de la empresa, del cual dependen las unidades de: (i) Auditoría Interna, (ii) Cumplimiento Normativo, (iii) Protección al Cliente, (iv) Prevención de Pérdidas, y (v) Contraloría en Colombia.



La Unidad de Auditoría Interna realiza las labores de Auditoría de Sistemas, Auditoría de Tiendas y Auditoría Financiera y de Procesos. Destaca la armonización y unificación de sistemas de gestión y auditoría, los cuales, en la actualidad, se encuentran en sistemas satélites (parcializados).

La Unidad de Cumplimiento Normativo controla el respeto a las normas internas, las regulaciones de prevención de lavado de activos, la ley de valores y el cumplimiento de la normativa aplicada por la SVS y la SBIF.

La Unidad de Protección al Cliente le permite una gestión más eficiente de los reclamos que éstos puedan presentar. Finalmente, la Unidad de Prevención de Pérdidas monitorea que se cumplan los protocolos de venta.

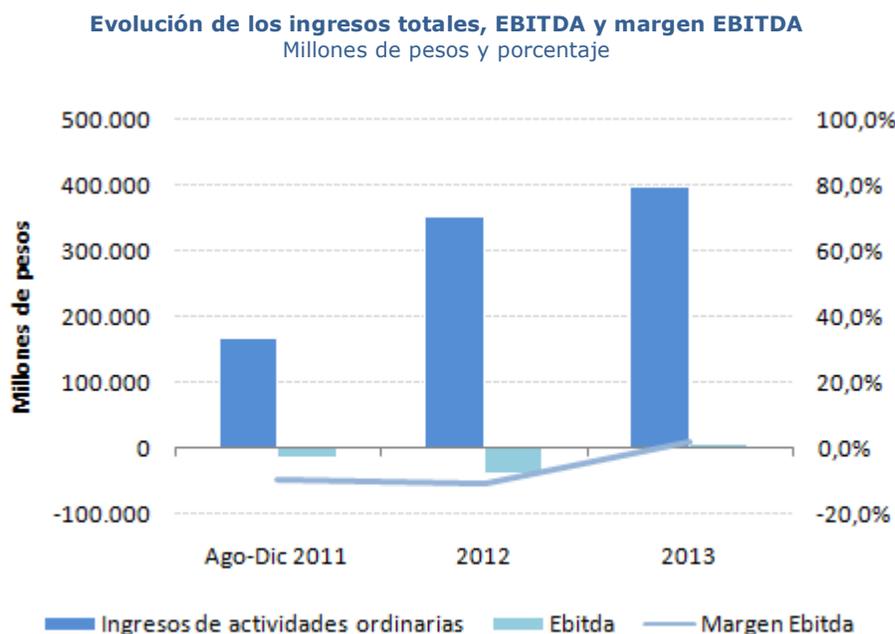
El Comité de Directores supervisa de manera directa todos los eventos de riesgo que sean detectados por las unidades de control interno de la empresa, a través de reuniones semanales o quincenales.

Cabe señalar que, dadas las urgencias registradas en la compañía y la falta de información disponible al momento de asumir la nueva administración, los esfuerzos de la Unidad de Auditoría Interna estuvieron centrados en una auditoría de tipo forense. Con todo, se espera disponer de un plan de auditoría completo en el segundo semestre de 2012, por cuanto a la fecha sólo se dispone del plan de auditoría de tiendas para el presente año.

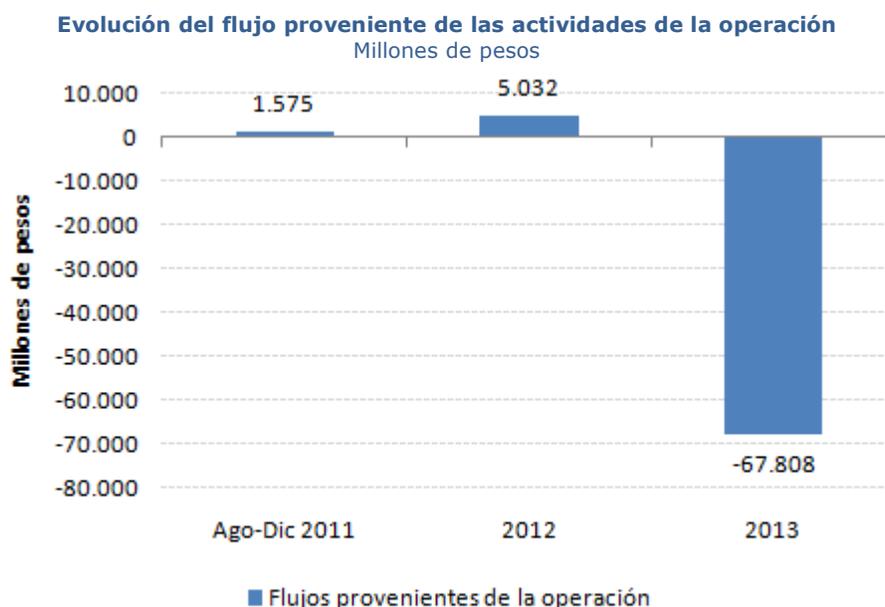
Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de La Polar totalizaron \$398.112 millones durante 2013, un crecimiento de 13,12%. En este periodo la empresa revirtió la tendencia negativa que había tenido el EBITDA en los periodos anteriores, alcanzando un total de \$6.412 millones (según la metodología seguida por la empresa asciende a \$8.869 millones), de esta forma la razón EBITDA/Ingresos –que resultó ser negativa en 2012 igual a -10,9% (bajo la metodología de la empresa este indicador es de -11,5%) – durante 2013 fue de 1,6% (bajo la metodología de la empresa este indicador es de 2,2%).



La empresa finalizó 2013 con flujos negativos que se utilizaron en las actividades de la operación iguales a \$67.808 millones, revirtiendo la generación que obtuvo en 2012 igual a \$5.032 millones. Principalmente por el crecimiento de la cartera en 2013, además de los pagos realizados a los clientes repactados unilateralmente impactaron en el resultado negativo de este flujo.

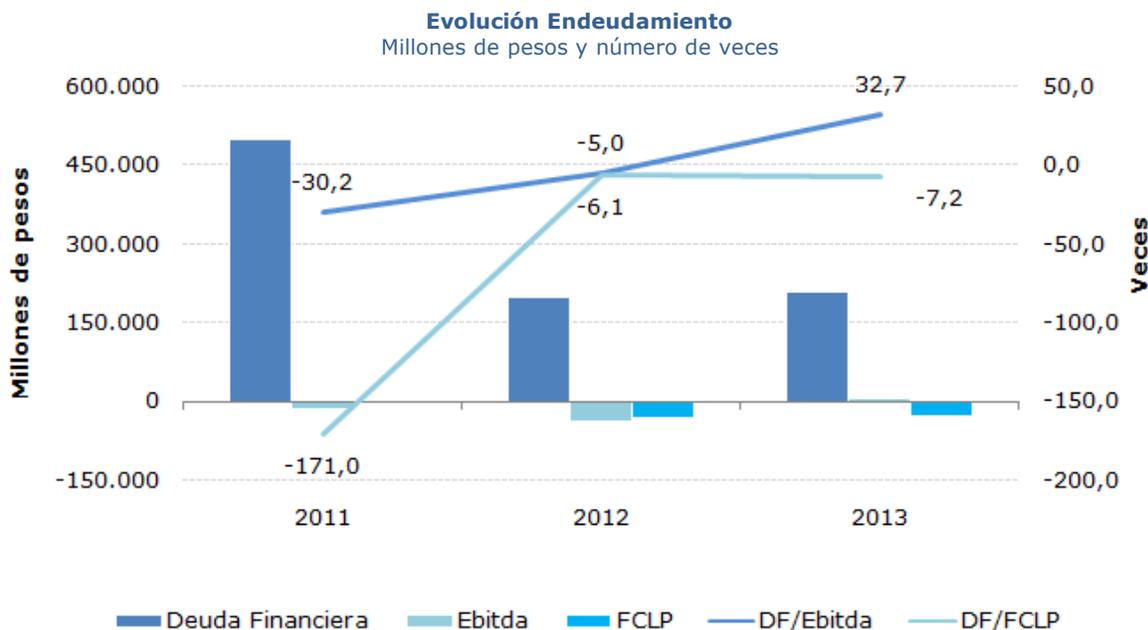


Evolución del endeudamiento y la liquidez

El Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵ ha registrado valores negativos incluyendo el cierre de 2013, así el endeudamiento relativo a este indicado se ha situado bajo cero durante estos años. Por su parte, en 2013 el EBITDA revirtió la tendencia negativa que había tomado en 2011 y 2012, así el endeudamiento relativo a EBITDA, en 2013, finalizó en 32,75 veces⁶.

⁵ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

⁶ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2013.



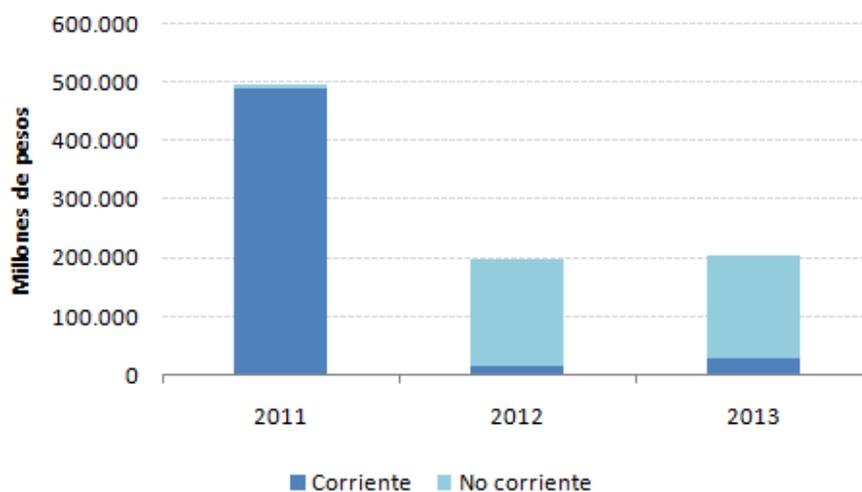
Cabe señalar que a fines de 2012 la compañía ha reducido significativamente el valor de su deuda financiera, producto de la reprogramación de los pasivos efectuada en el marco del convenio judicial preventivo.

En efecto, dado que las condiciones de los pasivos fueron sustancialmente modificadas, por lo cual los nuevos pasivos fueron valorizados utilizando una tasa de descuento estimada a partir de *spreads* de EE.UU. y la tasa de instrumentos del Banco Central de Chile que ascendió, en promedio, a 14,94%.

De este modo, al aplicar esta metodología, la deuda financiera se reduce desde valores de \$470 mil millones, a fines de 2011, a valores cercanos a los \$ 174 mil millones en octubre de 2012, lo cual representa una reducción del 63% de su valor. La diferencia se contabiliza como Otros Ingresos Financieros, y posibilitó, que el patrimonio presentara valor positivo en 2012, igual a \$91.114 millones, lo que se mantuvo, en una menor cuantía, en 2013 totalizando \$29.967 millones.

Finalmente, la deuda financiera de la empresa cerró 2012 en \$198.045 millones y 2013 en \$206.984 millones.

Evolución de la estructura de los pasivos financieros
Millones de pesos

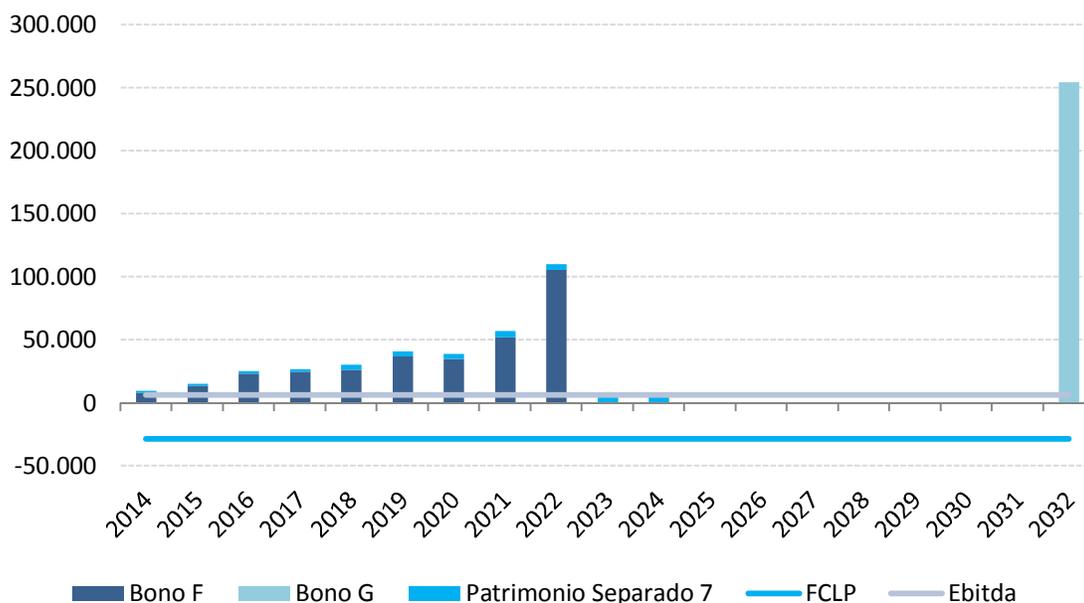


Calendario de vencimientos

A continuación se presentan los pagos anuales contemplados en la reestructuración de los pasivos financieros efectuada en el marco de convenio judicial preventivo consistente en la amortización entre los años 2015 y 2022 del 44% de los pasivos financieros, en cuotas semestrales crecientes y el comienzo, en 2013, del pago de los intereses; mientras que el 56% restante de los pasivos serán cancelados en una cuota el año 2032, sin intereses.

Es posible apreciar que para todo el perfil de vencimientos que tiene la empresa, la generación de EBITDA ni de FCLP son capaces de cubrir los pagos anuales del emisor. En efecto, para poder pagar el vencimiento de 2014, el EBITDA de la compañía debería aumentar un 53,92% para poder hacer frente a este vencimiento.

Perfil de vencimientos anuales
Millones de pesos



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."